

2021 年 11 月官方 PMI 数据点评

制造业“小回温”

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项：

2021 年 11 月,中国统计局制造业 PMI 回升 0.9 至 50.1, 非制造业商务活动指数下降 0.1 至 52.3, 综合 PMI 产出指数回升 1.4 至 52.2。

平安观点：

- **第一，供给端回暖是拉动制造业 PMI 回升的主要驱动力。**11 月生产指数环比上升 3.6，是制造业 PMI 回升的主要驱动力。新订单、原材料库存、从业人员三大分项指数环比均仅有小幅正向拉动，和供应商配送时间分项指数的拖累相抵消。11 月制造业生产回暖的主要原因是，保供稳价政策加码，电厂存煤增加带动电力供应能力持续回升，对生产的约束减弱。
- **第二，需求端小幅走强，外需恢复好于内需。**11 月制造业 PMI 新订单指数与新出口订单指数环比分别上升 0.6、1.9，外需恢复快于内需，可能受到两方面因素影响：一是圣诞季临近，欧美国家加快商品采购，带动我国出口订单增加；二是，10 月末开始欧洲地区爆发了新一轮疫情，生产能力再度受到冲击，对外进口的需求增加。
- **第三，中国经济难言已进入“主动补库存”阶段。**从 11 月制造业 PMI 的生产、采购、库存等分项指数来看，中国经济呈现出一定的“主动补库存”特征。不过由于 11 月限电缓解带动企业生产活动短期恢复，且原材料价格大幅下跌，二者共同提升了企业短期的补库存动力，能否持续还有待观察，目前还难以判断中国经济已经进入了“主动补库存”阶段。
- **第四，制造业 PMI 的两个价格指数分项均大幅下降，对制造业生产的抑制明显减弱。**10 月保供稳价政策开始加码，11 月制造业 PMI 的两个价格分项指数，即出厂价格指数、主要原材料购进价格指数都降至 2020 年 6 月至今的最低值。价格回落对工业生产活动，尤其是对中小企业的压制明显减弱，中小企业生产经营状况改善，且改善程度好于大型企业。
- **受国内疫情多点散发冲击，服务业 PMI 回落拖累非制造业 PMI 下行。**和接触型消费密切相关的生活性服务业（如住宿、娱乐）商务活动指数降至临界点以下，不过和 8 月相比，本轮疫情对于服务业的影响相对更小。“十四五”重大项目加快开工和“保交房”，带动 11 月建筑业 PMI “供需两旺”。
- **总体来说，中国经济短期继续回温。临近岁末，政策在为明年蓄力的同时也已边际调整，以做好今、明两年的政策衔接。**财政政策方面，新增地方专项债仅剩约 1900 亿留在 12 月发行，国常会指出研究提前下发 2022 年新增额度，专项债也加大了对重大项目的支持；货币政策方面，通胀压力边际缓解，减少了对货币宽松的掣肘。短期内不宜对降准、降息等总量宽松政策抱有过高期待，但对于年内的流动性环境也无需太过担忧。

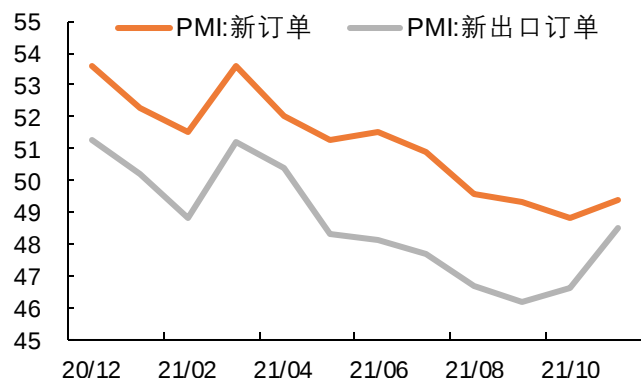
2021年11月中国统计局制造业 PMI 回升 0.9 至 50.1，结束了长达 7 个月的持续下行；非制造业商务活动指数下降 0.1 至 52.3，综合 PMI 产出指数回升 1.4 至 52.2，三大指数均处于扩张区间。其中制造业方面，有以下几点值得关注：

第一，供给端回暖是拉动制造业 PMI 回升的主要驱动力。11 月制造业 PMI 环比上升 0.9，其中生产指数环比上升 3.6，按照权重计算对制造业 PMI 的拉动达到 0.9，是制造业 PMI 回升的主要驱动力。新订单、原材料库存、从业人员三大分项指数的环比均仅有小幅正向拉动，和供应商配送时间分项的拖累相抵消。11 月制造业生产回暖的主要原因是，保供稳价政策加码，电厂存煤增加带动电力供应能力持续回升：根据国家发改委数据，10 月份以来电煤供应较去年同期增加超过 30%，电厂存煤快速增长，截至 11 月 23 日全国电厂存煤达到 1.47 亿吨，预计 11 月底电厂存煤全面超过去年同期，达到历史最高水平。

第二，需求端小幅走强，外需恢复好于内需。11 月制造业 PMI 新订单指数与新出口订单指数环比分别上升 0.6、1.9，外需恢复快于内需，可能受到两方面因素影响：一是圣诞季临近，欧美国家加快商品采购，带动我国出口订单增加；二是，10 月末开始欧洲地区爆发了新一轮疫情，奥地利、荷兰、比利时等多个国家均实行了更加严格的防疫措施，产能再度受到冲击，对包括从中国等国在内的进口需求增加。

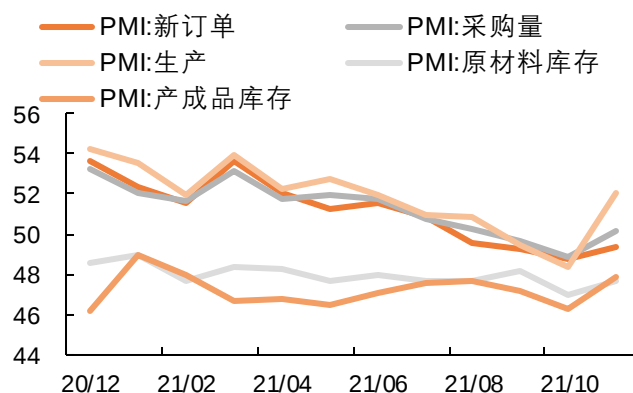
第三，中国经济难言已进入“主动补库存”阶段。用 PPI 累计同比平减后，1-10 月工业企业利润数据呈现“营收增速回落、库存增速回升”的组合，具有典型的被动补库存特征。但从 11 月 PMI 数据来看，中国经济却呈现出一定的“主动补库存”特征，具体表现为内外需恢复的同时，企业采购增加（采购量指数由 48.9 升至 50.2），原材料库存回升（原材料库存指数由 47.0 升至 47.7），企业生产加快（生产指数由 48.4 跃升至 52.0），且快于需求恢复，导致产成品库存增加（产成品库存由 46.3 升至 47.9）。不过由于 11 月限电缓解后企业生产活动加快，且原材料价格大幅下跌，二者共同提升了企业短期的补库存动力，能否持续还有待观察，目前还难以判断中国经济已经进入了“主动补库存”阶段。

图 1 制造业外需恢复明显好于内需



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 2 制造业“主动补库存”持续性有待观察



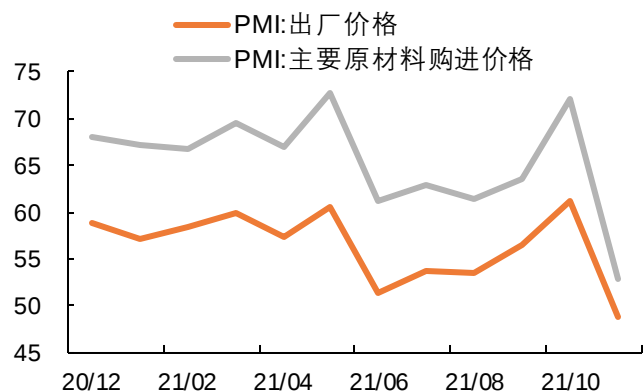
资料来源: Wind, 平安证券研究所

第四，制造业 PMI 中两个价格指数分项均大幅下降，对制造业生产的抑制作用明显减弱。得益于 10 月以来保供稳价政策的加码，11 月制造业 PMI 中两个价格指数分项均大幅下降，其中出厂价格分项指数环比回落 12.2 至 48.9，降至荣枯线以下，主要原材料购进价格分项更是大幅下降 19.2 至 52.9，二者均达到 2020 年 6 月以来最低点。分行业来看，化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等上中游行业两个价格分项指数均显著回落至临界点以下。根据制造业 PMI 出厂价格指数和 PPI 环比的相关性，可估算得 11 月 PPI 同比为 12.8%，较 10 月有明显回落，本轮 PPI 同比高点大概率已经出现。

此外，价格回落对中小企业生产活动的压制也明显减弱，它们的生产经营状况改善。11 月中型企业、小型企业制造业 PMI 环比分别回升 2.6、1.0，而大型企业制造业 PMI 环比回落 0.1，中小型企业生产经营状况明显得到改善。从生产、需求、预期三方面来看，11 月中小企业制造业 PMI 均不乏亮点：生产方面，11 月中型制造业企业生产指数环比大幅上升 7.3 至 54.8，

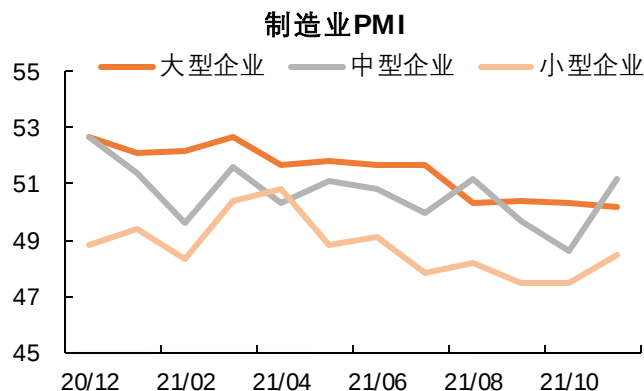
升至今年以来最高点；需求方面，小型企业新出口订单指数环比上升 5.3 至 46.6，也达到今年 4 月以来最高点；预期方面，11 月中型企业、小型企业生产经营预期指数环比分别上升 1.9、2.5 至 54.8、51.9，均处于扩张区间，中小企业预期有所改善。

图表1 图 3 11 月制造业 PMI 两项价格指数大幅回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 图 4 11 月中小企业制造业 PMI 明显上升

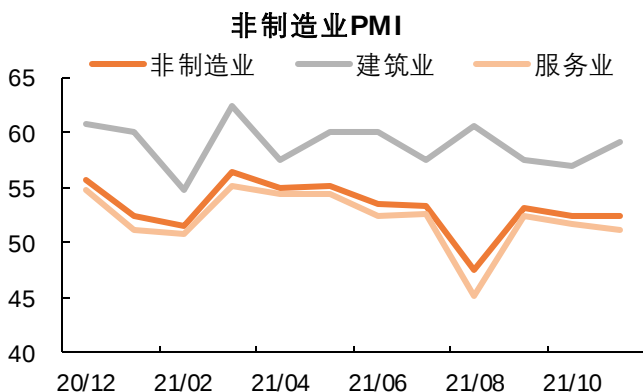


资料来源: Wind, 平安证券研究所

服务业 PMI 回落拖累非制造业 PMI 下行。11 月非制造业 PMI 商务活动指数为 52.3，较上月环比小幅下降 0.1，主要受到服务业景气水平回落的拖累：11 月服务业 PMI 商务活动指数为 51.1，较上月环比下降 0.5。11 月服务业景气度回落的主要原因是，受到国内疫情多点散发的影响，与接触型消费密切相关的生活性服务业（如住宿、娱乐等）商务活动指数降至临界点以下。不过金融服务、商务服务、信息服务等生产性服务业受到本轮国内疫情影响较小，11 月商务活动指数仍处于较高景气区间。与 8 月相比，本轮疫情对于服务业的影响相对更小，11 月服务业商务活动指数、新订单指数、从业人员指数都仅小幅下降，表明在常态化防控机制的作用下，我国服务经济在疫情冲击后的“韧性”也愈发明显。

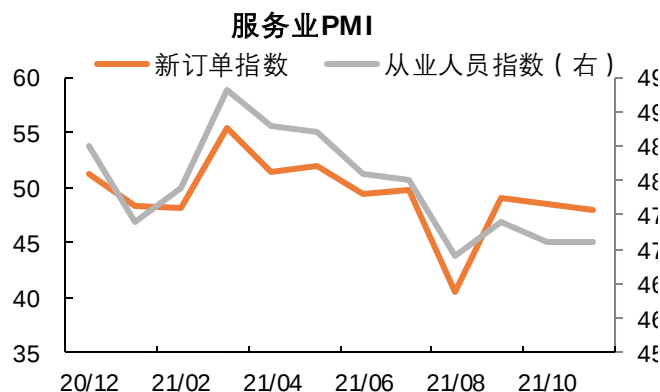
建筑业扩张明显加快。11 月建筑业商务活动指数为 59.1，较上月上升 2.2，处于较高景气区间；而新订单指数也上升 1.9 至 54.2，达到今年 4 月以来最高值。我们认为，11 月建筑业 PMI “供需两旺”可能主要受到基建投资有所加快的推动，部分“十四五”规划重大项目正加快开工建设，专项债也已加速发行，临近年底“实物工作量”正逐步形成。此外，各地的“保交房”措施，也加快了在建楼盘的复工、竣工，助推了建筑业的短期扩张。

图表3 图 5 受到服务业拖累，11 月非制造业 PMI 下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 6 本轮疫情对服务业的冲击远小于 8 月



资料来源: Wind, 平安证券研究所

总的来说，中国经济短期继续回暖：制造业 PMI 在连续 7 个月下行后，于 11 月迎来了“小回温”，保供稳价政策加码，推动企业尤其是中小企业的生产回暖；尽管国内新一轮疫情多点爆发，但对服务业生产经营造成的影响却远小于 8 月；在“十四五”重大项目和“保交房”的带动下，建筑业 PMI “供需两旺”。临近岁末，政策在为明年蓄力的同时力度也开始边际调整，以做好今明两年的衔接。财政政策方面，新增专项债仅剩约 1900 亿留在 12 月发行，国常会指出研究提前下发 2022 年的新增额度，专项债也加大了对重大项目的支持，确保能够如期形成实物工作量。货币政策方面，通胀压力边际缓解，减少了对货币宽松的掣肘。尽管短期内不宜对降准、降息等总量宽松政策抱有过高期待，但对于年内的流动性环境也无需太过担忧。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30203

